证券研究报告—深度报告

纺织服装及日化

服装Ⅱ

开润股份(300577)

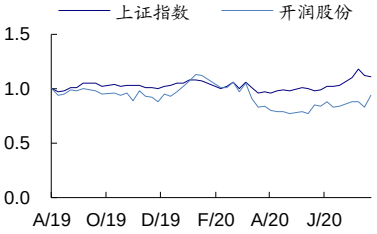
买入

合理估值： 38-39.4 元 昨收盘： 32.27 元 （维持评级）

2020 年 08 月 11 日

深度报告

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	217/104
总市值/流通(百万元)	6,851/3,282
上证综指/深圳成指	3,205/12,977
12 个月最高/最低(元)	39.26/24.05

相关研究报告：

《开润股份-300577-2019 年年报点评：业绩出色，国牌龙头未来可期》 ——2020-04-22

《开润股份-300577-2019 年三季报点评：箱包龙头稳健高增长，盈利能力持续提升》 ——2019-10-29

《开润股份-300577-2018 年年报点评：C 端品类渠道多元化，B 端切入优质产能》 ——2019-04-07

证券分析师：丁诗洁
电话： 0755-81981391
E-MAIL： dingshijie@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040004

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

快速成长的国牌箱包龙头

● **丰富的产业资源和广阔的市场空间构建品牌孵化基础**

中国的箱包制造拥有丰富的产业链资源，国内出行需求增加推动中国箱包需求的快速增长，与美日等发达国家的人均箱包消费比较，中国仍有较大的提升空间。龙头品牌份额尚低，为本土品牌提供成长土壤。

● **公司概况：拥有互联网基因的新国牌箱包龙头**

公司深耕箱包行业十五年，业绩维持高增长。2012 年以来，公司的收入/利润实现 36.1%/40.7%的复合增速。此外，公司的管理团队拥有互联网、供应链和制造业的跨界人才，互联网品牌运营经验丰富，子公司上海润米业绩实现迅速增长。

● **业务分析：制造业务优势稳固，品牌业务多渠道运营**

公司的 2B 业务具有合作多年的优质客户、强大的研发设计能力和充足的自有产能，优势稳固、利润充足。2C 业务公司与传统电商和小米线下体验店深度合作，非米渠道高速增长、小米渠道稳健增长。

● **增长动力：大规模产能待释放，新零售助力扩张市场**

疫情后公司将发挥品牌和产品优势快速恢复。2B 端，公司积极扩产能、拓客户、增品类，中长期有望保持规模和盈利能力的快速增长。2C 端，公司借助小米平台和自有品牌“90 分”，主打高性价比高质感颜值的中高端旅行箱，单品销量淘宝第一，定位空白价格带前景广阔。

● **风险提示**

1.疫情持续时间过长，宏观经济与消费需求大幅下行；2.新工厂运营不及预期；3.品牌竞争激烈；4.市场的系统性风险。

● **投资建议：把握国牌箱包龙头成长期，维持“买入”评级**

短期疫情影响海外业务和出行产品需求逐渐迎来拐点，中长期增长潜力较大，我们看好公司疫情后的业绩弹性和长期空间。预计公司 20-22 年每股收益 0.96/1.41/1.75 元，利润增速分别为-7.4%/46.0%/24.8%，公司合理估值区间 38-39.4 元，相对目前股价有 18%-22%的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,695	2,786	3,553	4,385
(+/-%)	31.6%	3.4%	27.5%	23.4%
净利润(百万元)	226	209	306	381
(+/-%)	30.1%	-7.4%	46.0%	24.8%
摊薄每股收益(元)	1.04	0.96	1.41	1.75
EBIT Margin	13.1%	8.6%	10.0%	10.2%
净资产收益率(ROE)	27.1%	21.1%	25.0%	25.6%
市盈率(PE)	31.0	33.5	23.0	18.4
EV/EBITDA	21.9	29.8	20.8	17.0
市净率(PB)	8.4	7.1	5.7	4.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司在箱包行业的制造和品牌业务均具备快速成长潜力道：公司的制造 2B 业务设计和研发能力较强，拥有较高的毛利率，未来有较大规模的产能进入快速扩张释放期；公司的品牌 2C 业务近年来增长较快，初期凭借小米平台迅速打造高性价比品牌基础，随后自有品牌“90 分”在多种新零售渠道开始形成优势，定位空白中高端价格带，未来市场份额提升潜力大。结合公司“2B+2C”双轮驱动的发展前景，我们预计公司 20-22 年每股收益为 0.96/1.41/1.75 元，利润增速分别为-7.4%/46.0%/24.8%。给予“买入”评级。未来一年合理估值区间 38-39.4 元。

核心假设与逻辑

第一，中国旅游业的蓬勃发展态势将长期持续，带动出行产品需求的增长，同时消费升级也拉动了人均出行预算的提升。我们估算箱包行业未来 5 年复合增速约 5%。

第二，由于消费水平的提高以及消费者对国牌接受度的提高，愿意接受中高端国产品牌的人群逐步增加，具有产品优势的本土企业有望借助新零售渠道迅速提高品牌知名度。

第三，对比美日两个主要箱包消费市场，中国的龙头品牌集中度还较低，未来随着竞争格局优化，行业集中度将会继续提升。

与市场的差异之处

第一，市场认为 C 端业务对应的箱包行业增速低，消费频率低，空间有限，而我们认为消费升级与国牌认可度提升对本土龙头品牌提升集中度有较大帮助，中国箱包市场头部品牌少，集中度低，为公司成长提供了机遇，公司的互联网基因也助力品牌在研发设计和推广上与年轻人拥有更多共鸣，增长空间较大；

第二，市场认为 B 端业务的客户集中度较高，增长空间有限，而我们认为公司集中优质大客户资源是公司证明了核心竞争力，国际龙头品牌客户对供应商的认证要求较为严格，倾向长期稳定合作，风险较小。并且，公司切入新的休闲包袋龙头品牌后也有进一步扩大份额的空间。

股价变化的催化因素

第一， 短期国内疫情受控后，国内消费者增加出行频率，箱包产品需求恢复；

第二， 海外疫情稳定，制造及出口业务订单恢复正常，生产经营平稳，产能扩张进展顺利；

第三， 中长期公司在产品、品牌、渠道的建设获得消费者认可，扩大品牌份额。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，国内疫情反复，持续影响消费与出行意愿；

第二，海外疫情影响时间过长，公司订单、产能利用率不及预期；

第三，市场竞争加剧，品牌增长不及预期。

内容目录

估值与投资建议 7
绝对估值：38.1-38.9 元 7
绝对估值的敏感性分析 7
相对法估值：38.0-39.4 元 8
投资建议 8
行业分析：丰富的产业资源和广阔的市场空间构建品牌孵化基础 9
上游箱包制造产能充足，下游出行需求增长空间较大 9
对比海外，中国箱包市场具有更好的成长性 9
中国箱包行业的低集中度为孕育本土品牌提供土壤 10
公司概况：拥有互联网基因的新国牌箱包龙头 11
专注箱包行业十五年，厚积薄发实现高速增长 12
财务分析：增长迅速，ROE 较高 13
业务分析：制造业务优势稳固，品牌业务多渠道运营 16
“2B+2C”双轮驱动，各具亮点 16
B2B 业务“内生+外延”发展，拓展优势客户和规模 16
B2C 业务快速增长，非米渠道表现亮眼 18
增长动力：大规模产能待释放，新零售助力扩张市场 19
2B 业务多个项目在建，2 年后将释放新增产能相当于目前产能的 50% 19
2C 业务市场环境良好，新零售渠道打造新国牌黄金时代 22
盈利预测 30
假设前提 30
风险提示 32
附表：财务预测与估值 34
国信证券投资评级 35
分析师承诺 35
风险提示 35
证券投资咨询业务的说明 35

图表目录

图 1：2009-2018 年箱包出口额（亿美元）.....9
图 2：2017 年前五大箱包出口国箱包出口额占世界份额.....9
图 3：2012-2019 年国内旅游人数规模与变化情况.....9
图 4：2012-2019 年国内旅游人均花费与变化情况.....9
图 5：2014-2924E 中美日箱包行业市场规模与增速比较.....10
图 6：2009-2018 年中美日前五大公司集中度比较.....11
图 7：2009-2018 年中美日前五大品牌集中度比较.....11
图 8：2009-2018 年中美日前十大公司集中度比较.....11
图 9：2009-2018 年中美日前十大品牌集中度比较.....11
图 10：公司主营业务概述.....12
图 11：公司发展历史.....13
图 12：2012-2019 年公司营业收入与变化情况.....13
图 13：2012-2019 年公司归母净利润与变化情况.....13
图 14：2012-2019 年公司利润率水平.....14
图 15：2012-2019 年公司费用率水平.....14
图 16：2012-2019 年公司投资回报水平.....14
图 17：2012-2019 年公司平均周转天数.....14
图 18：2012-2019 年公司资产负债率.....15
图 19：2016-2019 年公司资本支出与变化情况.....15
图 20：2016-2019 年公司实际税率与变化情况.....15
图 21：股权结构图.....16
图 22：2016-2019 年公司分业务收入占比.....16
图 23：2018-2019 年公司分业务毛利率.....16
图 24：B2B 业务简介.....17
图 25：2016-2019E 公司 B2B 业务分产品规模与增速.....17
图 26：2016-2019E B2B 业务分产品毛利率.....17
图 27：B2C 业务简介.....18
图 28：2016-2019E B2C 业务分产品规模和增速.....19
图 29：2016-2019E B2C 业务分产品毛利率.....19
图 30：2013-2019E 公司自有年产能与产能利用率.....19
图 31：2016-2019H1 产销率.....21
图 32：Nike 与 VF 集团品牌比较.....22
图 33：中国龙头箱包品牌市场空间假设及测算.....23
图 34：2020 年 6 月“90 分”与可比品牌价格带分布.....23
图 35：2019 年 9 月“90 分”与可比品牌价格带分布.....24
图 36：600 元以下旅行箱最畅销单品比较.....25
图 37：600 元以上旅行箱畅销单品比较.....25
图 38：2018 年中国消费者对国产品牌好感度提升.....26
图 39：2016-2018 年国产品牌消费变化.....26
图 40：2016-2019 年上海润米营业收入与增长情况.....26

图 41：2016-2019 年上海润米净利润与增长情况 26
图 42：开润与新秀丽成本费用利润结构（2017-2019 平均数据） 27
图 43：公司走步机众筹结果 28
图 44：2020E~2027E 全球健身器材市场（亿美元） 29
图 45：2020E~2027E 全球健身器材市场（亿美元） 29
图 46：2020E~2027E 全球健身器材市场（亿美元） 29

表 1：公司盈利预测假设条件（%） 7
表 2：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） 7
表 3：同类公司估值比较 8
表 4：开润历年利润增速、PE 值和涨幅表现 8
表 5：中美日三国人均箱包消费比较（单位：人民币元） 10
表 6：新产能募投项目及回报 20
表 7：同行业公司毛利率净利率水平比较 20
表 8：中美日三国箱包市占率前十公司 22
表 9：同行业箱包品牌定位比较 27
表 10：盈利预测的主要假设 31
表 11：盈利预测情景分析 32

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：38.1-38.9 元

1. 收入增长假设：我们预计公司在中期 3-5 年均有望保持较快的增长，主要来自于 B 端业务和 C 端业务的双轮驱动。B 端业务方面，公司目前总产量约 6754 万件，其中大部分为 B 端业务，当下在建产能合计约 3300 万件，约为目前产量的 50%，将在未来 2 年投产释放；C 端业务方面，公司主要在小米渠道和非米渠道销售小米和“90”分品牌的出行产品，目前市场份额相对较低而增长迅速，单品累计占据天猫拉杆箱销量第一名，未来品牌份额提升空间广阔。
2. 毛利率假设：我们预计公司整体毛利率平稳，其中 B 端业务原主打业务商务包袋毛利率较高，拓展其他品类和客户后毛利率小幅下降趋势；C 端业务小米渠道和非米渠道的占比将发生变化，随着毛利率较高的非米渠道占比扩大，且品牌价格带的拓宽，毛利率有进一步提升的空间。综合下来公司将保持毛利率较好的水平。
3. 费用率假设：我们预计公司费用率将保持相对平稳，随规模扩大呈现杠杆效应小幅降低费用率；
4. 其他假设：我们预计其他费用和所得税率保持相对稳定。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	49.84%	76.19%	31.58%	3.39%	27.51%	23.42%	18.68%	17.87%	16.93%
毛利率	70.39%	74.02%	72.23%	73.37%	72.59%	72.55%	72.57%	72.64%	72.71%
管理费用/营业收入	7.94%	4.01%	4.60%	7.49%	7.42%	7.34%	7.27%	7.19%	7.12%
销售费用/销售收入	8.41%	9.27%	9.55%	9.95%	9.45%	9.36%	9.26%	9.17%	9.08%
营业税及附加/营业收入	0.56%	0.49%	0.50%	0.50%	0.49%	0.49%	0.48%	0.48%	0.47%
所得税税率	13.13%	15.42%	16.24%	15.83%	15.83%	15.83%	15.83%	15.83%	15.83%
股利分配比率	25.22%	24.71%	20.95%	25.00%	25.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所整理和预测

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 38.1-38.9 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 2：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.0%	9.5%	**10.00%**	10.5%	11.0%
永续增长率变化	3.5%	54.49	49.12	44.60	40.75	37.43
	3.0%	51.00	46.29	42.27	38.81	35.80
	2.5%	48.05	43.86	40.25	37.12	34.37
	2.0%	45.52	41.75	**38.48**	35.62	33.09
	1.5%	43.32	39.91	36.92	34.29	31.95
	1.0%	41.41	38.29	35.54	33.10	30.92
	0.5%	39.71	36.84	34.30	32.02	29.98

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值：38.0-39.4 元

选取与公司相近的箱包品牌和纺织制造行业的国内和国际公司做比较，采用 PE 法估值。综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速，我们认为给予公司合理估值 27-28 倍 PE，对应合理估值区间是 38.0-39.4 元。

表 3：同类公司估值比较

代码	简称	股价（人民币元）	EPS（人民币元）			PE			PB	总市值
		2020/8/11	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		（亿元）
300577.SZ	开润股份	32.27	1.04	0.96	1.41	31.04	33.52	22.96	8.41	70.14
2313.HK	申洲国际	94.71	3.39	3.09	4.00	27.94	30.62	23.70	4.90	1421.08
603558.SH	健盛集团*	9.24	0.66	0.71	0.89	14.00	13.01	10.38	1.35	38.47
1910.HK	新秀丽*	7.07	0.64	-3.36	0.41	11.00	NA	17.44	0.72	101.23
1476.TW	儒鸿*	90.45	3.51	2.87	3.41	25.75	31.57	26.49	5.09	248.27

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测
注：“*”来自彭博、万得一致预期。

表 4：开润历年利润增速、PE 值和涨幅表现

	EPS（元）	最高 PE	最低 PE	利润增速	股价涨幅
2016 年	1.26	74.09	42.91	26.81%	94.86%
2017 年	1.54	73.34	38.58	58.82%	102.77%
2018 年	1.14	49.45	29.27	30.22%	-8.48%
2019 年	0.65	38.09	24.31	30.09%	13.59%
2020 年 E	1.03			-0.59%	-18.95%
2021 年 E	1.50			44.70%	NA

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

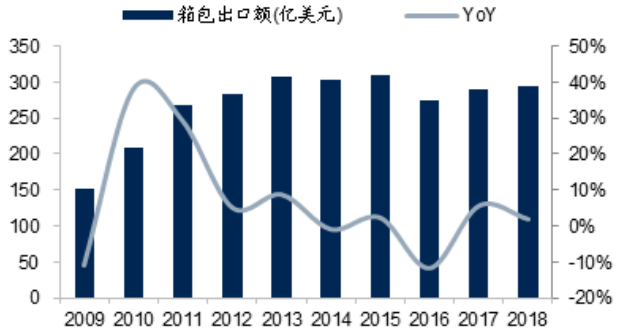
综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 38.0-39.4 元之间，2021 年 PE 分别为 27-28 倍，相对于公司目前股价有 18%-22%溢价空间。我们认为，公司在制造业务和品牌业务均有较大的增长潜力，维持“买入”评级。

行业分析：丰富的产业资源和广阔的市场空间构建品牌孵化基础

上游箱包制造产能充足，下游出行需求增长空间较大

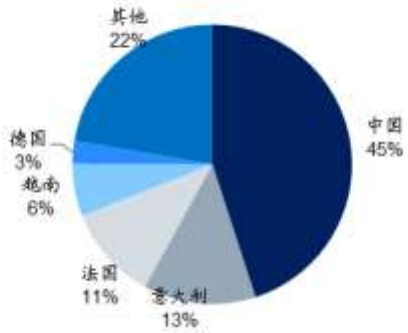
上游箱包制造产业世界领先，供给充足。中国的箱包出口额在十年间有了快速的增长，在国际上长期处于领先地位。从 2009 年的 151.18 亿美元增长到 2018 年的 293.86 亿美元，十年间共增长 94.38%。2017 年，中国箱包的出口份额占到世界的 45%，远远高于排在第二位的意大利（13%）和排在第三位的法国（11%）。中国箱包制造业拥有齐全的产业链配套和充足的供应链人才，产能充足，充分竞争，为品牌的发展提供了良好的产业链基础。

图 1：2009-2018 年箱包出口额（亿美元）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

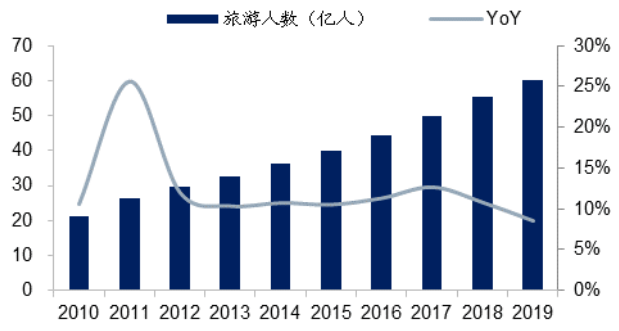
图 2：2017 年前五大箱包出口国箱包出口额占世界份额



资料来源：WITS、国信证券经济研究所整理

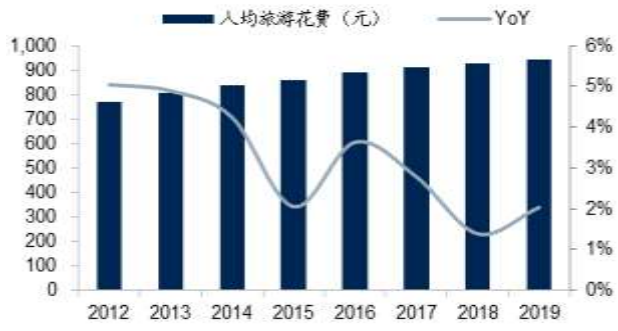
下游出行产品行业受益于旅游业快速发展和消费结构升级，有较快的增长。箱包行业的下游主要为出行产品行业。近年来，旅游业的快速稳定增长带动了旅游业相关产品的消费增长。根据文化和旅游部政府门户网站数据，2019 年全年，国内旅游人数 60.1 亿人次，比上年同期增长 8.5%，七年 CAGR 为 10.7%。人均旅行花费也有所提升，根据国家统计局的数据，我国国内旅游人均花费从 2012 年的 767.7 元增长至 2019 年的 944.7 元，比上年同期增长 2.9%，七年 CAGR 为 3.0%。

图 3：2012-2019 年国内旅游人数规模与变化情况



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 4：2012-2019 年国内旅游人均花费与变化情况



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

对比海外，中国箱包市场具有更好的成长性

中国箱包市场在未来五年预计会实现稳步增长。2019 年，中国已经超越美国，成为全球最大的箱包市场。根据咨询机构的数据，目前中国箱包市场的规模为 332 亿美元，同比增长 7.07%，在 2024 年将达到 435.05 亿美元的规模，未来五年年预计复合增速为 5.56%，将实现稳步的增长。

图 5：2014-2924E 中美日箱包行业市场规模与增速比较

资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

对比中国与美日等发达国家的人均箱包消费，中国人均箱包消费仍有较大的提升空间。虽然目前中国箱包市场的规模已接近美国，并预计在 2020 年成为世界第一大箱包市场，但是中国在人均箱包消费上，依旧与发达国家有很大的差距。就 2019 年而言，中国的人均箱包消费约为 161.9 元，而美国/日本的人均箱包消费分别为 699.6/570.7 元，分别为中国的 4.3/3.5 倍。所以，从人均箱包消费来看，中国依旧有很大的提升空间。

表 5：中美日三国人均箱包消费比较（单位：人民币元）

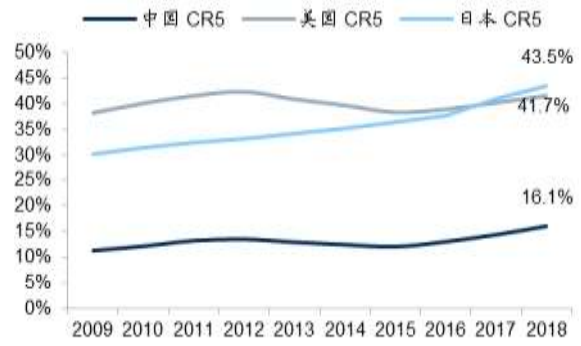
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中	124.7	130.1	134.9	143.0	151.8	161.9
美	682.2	711.6	677.3	687.6	695.5	699.6
日	545.9	565.0	551.5	562.4	569.3	570.7

资料来源：Euromonitor、WIND、国信证券经济研究所整理

中国箱包行业的低集中度为孕育本土品牌提供土壤

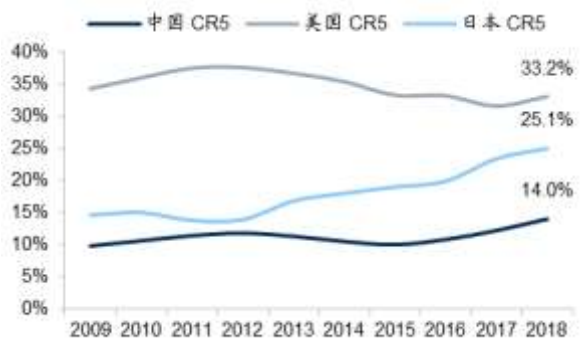
中国箱包行业无论是从公司集中度还是从品牌集中度来看，都远低于美国、日本等国家。目前，中国箱包行业的前五大公司集中度为 16.1%，远低于日本的 43.5%和美国的 41.7%；前五大品牌的集中度为 14.0%，远低于美国的 33.2%和日本的 25.1%。并且，目前国内缺乏知名的本土品牌，政府也在鼓励国产品的发展。2017 年起，国务院将每年 5 月 10 日定为“中国品牌日”，旨在提高自主品牌知名度和影响力。乘着政策支持和消费进一步升级的东风，中国有望诞生本土龙头箱包品牌。

图 6：2009-2018 年中美日前五大公司集中度比较



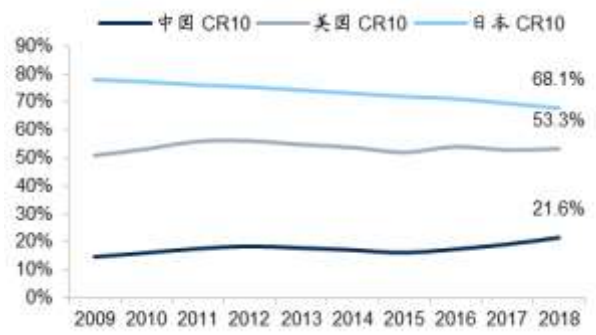
资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图 7：2009-2018 年中美日前五大品牌集中度比较



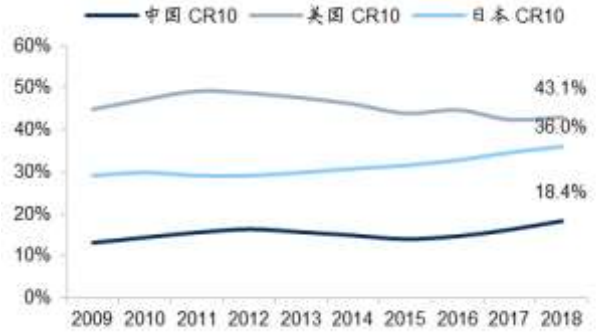
资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图 8：2009-2018 年中美日前十大公司集中度比较



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图 9：2009-2018 年中美日前十大品牌集中度比较



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

公司概况：拥有互联网基因的新国牌箱包龙头

公司的主营业务是出行产品的设计、制造和零售。出行产品包括休闲包袋、旅行箱、商务包袋、鞋服和其他配件。按照商业模式来分，主要可以分为 B 端制造业务和 C 端品牌业务，各占 5 成左右：

1）公司的 B 端制造业务可以分为 OEM 和 ODM 两种模式。OEM 业务是根据客户的要求生产制造商品，目前，公司的 OEM 业务主要负责生产户外包、运动包等，主要客户为 VF、Nike、迪卡侬等。公司的 ODM 业务是根据客户的要求，设计和生产产品，目前主要负责生产电脑包，主要客户为戴尔、惠普等。目前，OEM 和 ODM 业务模式各占 B 端业务的 5 成。

2）C 端品牌业务主要经营的是小米品牌和“90”分品牌，主打出行产品，包括旅行箱和背包等。销售渠道可分为小米渠道和非米渠道，小米渠道主要采用毛利分成模式；非米渠道主要通过天猫、京东等线上渠道进行销售，盈利模式为电商平台扣点模式。生产模式采用部分自产+部分外采的生产形式。

图 10：公司主营业务概述

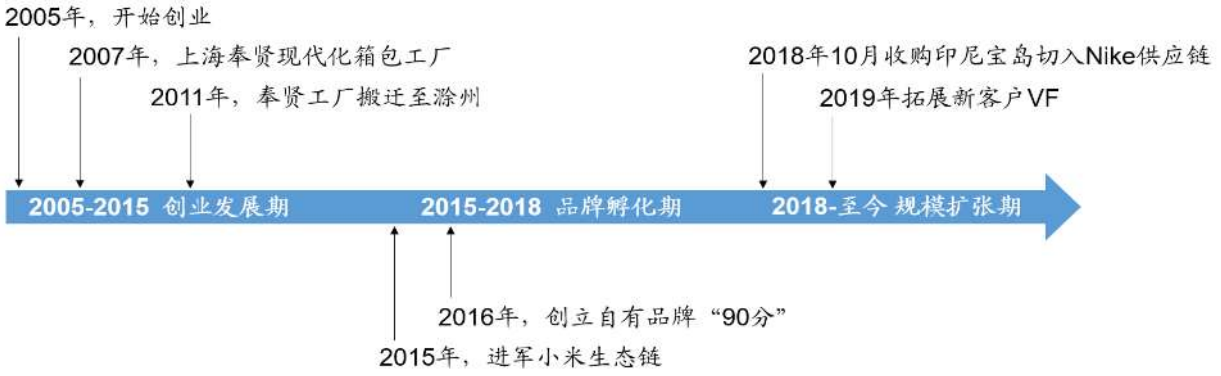
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

专注箱包行业十五年，厚积薄发实现高速增长

公司的发展历史可以概括为：箱包代工起家，产能积极扩张，借力新零售打造本土优质品牌。具体来看：

1. **2005-2015 创业发展期：从事箱包代工生产业务。**
   2005 年公司创始人范劲松以电脑包起家开始创业；2007 年在上海奉贤开设现代化的，有规模的箱包工厂；2011 年奉贤工厂搬迁至滁州。
2. **2015-2018 品牌孵化期：进军小米生态链并创立自有品牌。**
   2015 年公司进军小米生态链，与小米合作成立上海润米、上海硕米；2016 年创立自有品牌 90 分，在线上销售旅行箱和其他休闲包袋。公司借助小米的品牌、供应链、投融资资源和强大的用户粉丝群等平台优势，接触大量活跃用户，使公司自有品牌“90 分”完成了 0 到 1 的突破。
3. **2018-至今 规模扩张期：“制造+品牌”双轮驱动快速成长。**
   B 端业务：2018 年 10 月收购印尼宝岛切入 Nike 核心供应体系；2019 年拓展新客户 VF，其包袋采购量预计相较 Nike 更大；从此，B2B 业务踏上国际化的台阶。
   C 端业务：“90 分”成为第一批入选天猫品类舰长的箱包类品牌（同批次另外一个入选的是新秀丽），非小米渠道开启高速成长，上线四年以来蝉联天猫双十一品牌第一。

图 11：公司发展历史



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

财务分析：增长迅速，ROE 较高

收入利润维持高速增长。从 2012 年到 2019 年，公司的收入从 2.80 亿元的规模上升至 26.95 亿元的规模，七年以来的 CAGR 为 36.08%，2019 年收入比去年增长 31.58 %；经营利润从 2012 年的 0.26 亿元上升至 2.83 亿元，CAGR 为 40.78%，2019 年与去年相比增加 31.14 %；归母净利润从 2012 年的 0.21 亿元上升至 4.75 亿元，CAGR 为 40.66%，与去年相比增长 38.24%；扣非后归母净利润增长 36.48%。公司深耕出行消费品，年内完成对印尼工厂的收购，切入 Nike 供应链；同时自有品牌“90 分”品牌塑造深化，双轮驱动稳步增长。

图 12：2012-2019 年公司营业收入与变化情况

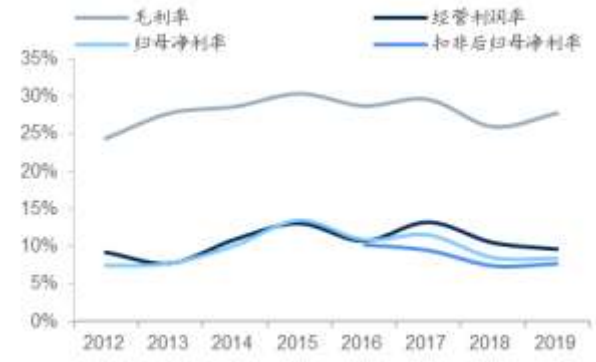
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 13：2012-2019 年公司归母净利润与变化情况

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

利润率有所提升，费用率轻微增加。公司 7 年来利润率相对稳定，毛利率平均在 28%左右，经营利润率在 9%-11%之间，净利率在 8%-10%之间；费用率整体相对稳定，其中由于 C 端业务的快速增长，销售费用占比呈上升趋势，2019 年销售费用率为 9.5%，而管理费用占比呈下降趋势，管理费用和研发费用合计占比在 7%-10%之间，其中研发费用率大致为 3%，管理费用率大致为 5%；财务费用较少。

图 14：2012-2019 年公司利润率水平



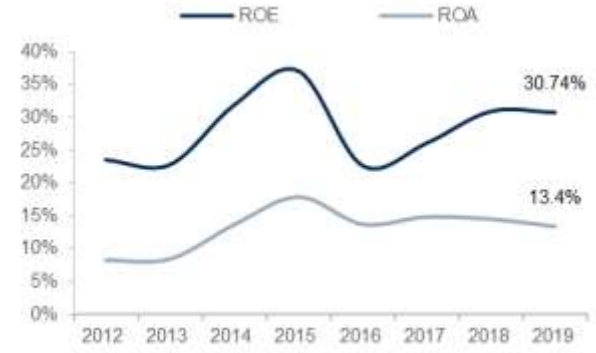
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 15：2012-2019 年公司费用率水平

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资回报率保持较高水平，营运资金周转总体稳定，有息负债水平较低。公司近期 ROE 大致稳定在 30%左右，ROA 在 14%左右；公司平均存货周转天数在 88 天左右，平均应收账款周转天数有所下降，近年在 40-50 天左右，平均应付账款周转天数长期呈下降趋势，近年在 110-120 天左右。118 天，同比增加 6 天。2019 年公司的资产负债率提升至 54.3%，但其中大多数为应付款， 公司有息负债率在 5%左右的健康水平。

图 16：2012-2019 年公司投资回报水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 17：2012-2019 年公司平均周转天数

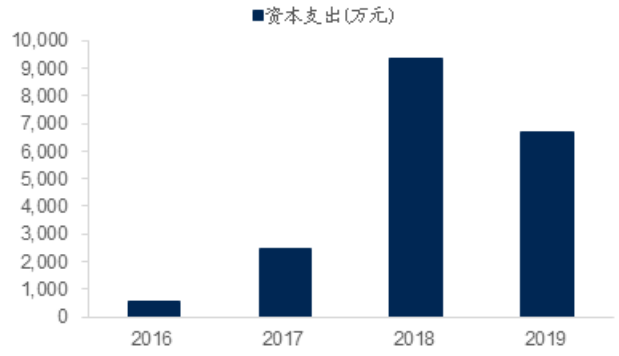
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 18：2012-2019 年公司资产负债率

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

年均资本支出在 1 亿以内，实际税率在 16%左右。2019 年，公司资本支出为 6693 万元，同比下降 28.42%。公司的实际税率一直低于行业水平。子公司上海润米被认定为高新技术企业，2017-2019 年按 15%的税率缴税，开润国际、开润香港等的最高税率为 17%，子公司印尼宝岛、上海珂润等执行税率为 25%。2019 年公司的实际税率为 16.24%，同增 0.83p.p.，主要是由于递延所得税费用有 465.46 万元的增加。

图 19：2016-2019 年公司资本支出与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 20：2016-2019 年公司实际税率与变化情况

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司的管理层具有互联网和箱包行业的管理经验，组成了具有跨界经营管理能力的高素质管理团队。公司高管范劲松先生和高晓敏女士均有多年的互联网公司采购经验。

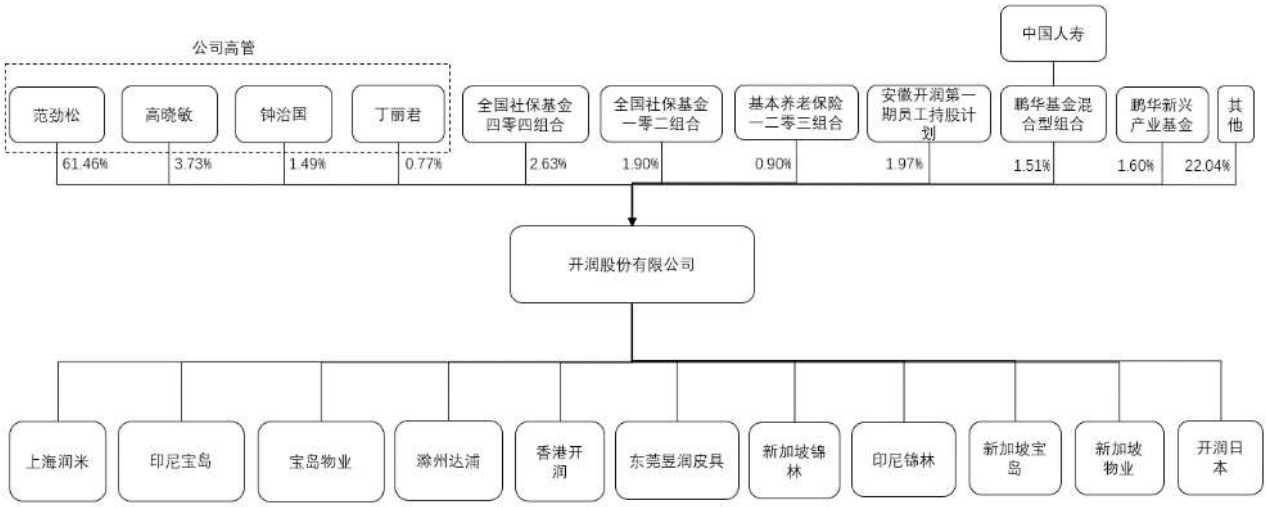
1. 范劲松先生曾任联想集团笔记本事业部采购经理、天津美罗耗材副总经理，现任公司董事长。
2. 高晓敏女士曾任职联想集团上海电脑备件中心采购经理、惠普项目管理经理，现任公司董事兼副总经理。
3. 钟治国先生具备多年的箱包行业的业务经验，曾任职深圳瑞安箱包有限公司和上海劲达皮具制品有限公司的业务经理，现任公司董事兼副总经理。

目前，公司高管的持股比例较高，范劲松持股 61.46%，高晓敏持股 3.73%，钟治国持股 1.49%，丁丽君持股 0.77%，共计 67.48%。管理层的持股比例在

行业内属于较高水平，反映出了高管团队对公司未来的强大信心。

子公司方面，主要子公司为上海润米，为“90”分和“小米”主要运营平台，另外设立海内外多个子公司，在海内外负责生产、销售、运营不同业务。

图 21：股权结构图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

业务分析：制造业务优势稳固，品牌业务多渠道运营

“2B+2C”双轮驱动，各具亮点

2016 年以来，公司的 B2C 业务占比不断提升，目前 B 端和 C 端业务各占 50%。

2016 年到 2019 年，公司的 B2B 业务从 5 亿增长到 13 亿左右的规模，占比从 70%降低至 49%；公司的 B2C 业务从 2 亿增长到 13 亿左右的规模，占比从 30%上升至 51%。2019 年 B 端毛利率为 32.6%，同比减少 0.7 p.p.；C 端毛利率 24.5%，同比增加 2.0 p.p.

图 22：2016-2019 年公司分业务收入占比

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 23：2018-2019 年公司分业务毛利率

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

B2B 业务“内生+外延”发展，拓展优势客户和规模

公司的 B2B 业务主要为运动休闲和电脑品牌客户代工包袋，产品分为商务包袋和休闲包袋，2019 年 B2B 业务预计营收规模为 13.1 亿元，同增约为 49.5%。

公司的 B2B 的产品以自主生产为主。其中，商务包袋主要采用 ODM 的形式，休闲包袋和鞋服配件采用 OEM 形式。

1）商务包袋业务是公司的传统业务，增长稳健。2019 年商务包袋的收入规模约在 4.3 亿元，同增约 28.3%。由于公司在电脑包的设计和制造方面拥有经验和规模上的优势，毛利率约为 47.7%，且逐年上升，充分说明了公司在电脑包业务上具有议价能力。品牌客户包括戴尔、惠普和华硕等。

2）休闲包袋业务持续拓展客户，发展迅速。休闲包袋主要由运动包和双肩包，收入规模为 8~9 亿元，同增约 116%，占 B2B 业务收入的约 67%。休闲包袋的毛利率约为 26~28%。公司 B2B 业务的迅速增长主要是由于收购印尼工厂切入了耐克产业链，并以此为基础拓展了新客户 VF。

图 24：B2B 业务简介

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所整理；注：采用 OEM 模式的用蓝色底表示，采用 ODM 模式的用白色底表示。

图 25：2016-2019E 公司 B2B 业务分产品规模与增速

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 26：2016-2019E B2B 业务分产品毛利率

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

B2C 业务快速增长，非米渠道表现亮眼

公司的 B2C 业务主要是通过小米渠道和非米渠道销售旅行箱和休闲包袋。2019 年 B2C 的业务收入达到 13 亿左右的规模，同比增长约 30%。

分产品来看，旅行箱为主打品类，休闲包袋和配件增长快、利润率高。2019 年旅行箱/B2C 休闲包袋/鞋服配件的营收分别在 8.2/3.9/1.2 亿元的规模,分别同比+31.1%/+57.2%/-11.9%；从利润水平的角度来看，公司 B2C 业务的总体毛利率有所提升，产品毛利率的提升来自于自有品牌“90 分”占比的提升。具体看各品类的增长和毛利率：

1. 旅行箱的收入增速 2019 年为 31.1%，相比前两年有所放缓但仍保持快速增长；旅行箱近三年的平均毛利率为 20.0%;
2. B2C 休闲包袋维持 40%~60%的高增长；B2C 休闲包袋近四年的平均毛利率为 27.2%;
3. 鞋服配件占比较小且同比增速波动较大。鞋服配件近四年的平均毛利率为 28.9%;
4. 公司的新业务为健身器材，现已在小米众筹上推出了走步机，定价为 999 元，未来将主要通过小米渠道进行销售；

B2C 产品主要采用委外或直接采购的形式，2019 年开始进行部分自主生产，为未来的稳健增长奠定了良好的基础。

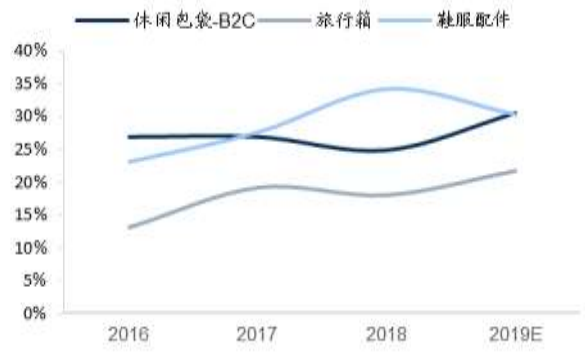
图 27：B2C 业务简介

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 28：2016-2019E B2C 业务分产品规模和增速

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 29：2016-2019E B2C 业务分产品毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

分渠道来看，小米渠道实现稳步增长，非米渠道毛利率较高并实现高速增长。

1. 2019 年小米渠道的收入规模接近 8 亿元，同增约 15%，占比约 6 成；小米渠道的毛利率接近 20%;
2. 非米渠道收入规模约 5 亿元，同增约 55%，占比约 4 成。非米渠道的毛利率接近 30%;

未来，公司的 B2C 业务将有望通过增加非米渠道的占比和优化小米渠道的成本实现毛利率的增长。

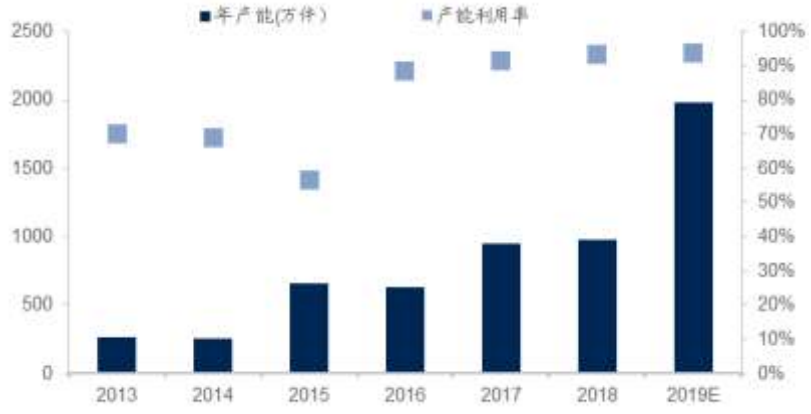
增长动力：大规模产能待释放，新零售助力扩张市场

2B 业务多个项目在建，2 年后将释放新增产能相当于目前产能的 50%

1、 公司在产能上有较大的扩张计划。

近两年来，公司产能紧张，在国内外并购工厂并扩建自有产能，建成后产能合计约为 3300 万件/年，目前公司总产量约 6754 万件/年，新建项目约在 2 年后投产，规模相当于目前的 50%。通过产能扩张，公司强化核心优势，为未来盈利能力的提升夯实基础。

图 30：2013-2019E 公司自有年产能与产能利用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 6：新产能募投项目及回报

时间	募集方式	项目名称	募集资金投入额	建成后产能	建设期	年销售收入（万元）	税后净利润（万元）	IRR(%)
2019 年 12 月	可转换公司债券	滁州米润软包项目	1.56 亿元	1165 万件	2 年	59,874	5,781	22.76%
		补充流动资金	0.67 亿元					
		合计	2.23 亿元					
2020 年 7 月	非公开发行股票	印尼箱包生产基地	2.93 亿元	1848 万个	2 年	93,288	8,907	17.58%
		滁州米润时尚女包	1.32 亿元	248 万个	2 年	48,664	3,221	10.39%
		安徽开润信息化建设项目	0.50 亿元					
		补充流动资金	1.99 亿元					
		合计	6.74 亿元					

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新产能项目具体来看：

1）并购印尼宝岛工厂，切入世界主流运动包袋领域。2018 年 12 月，公司以 1.38 亿元的对价收购印尼宝岛工厂。通过此次收购，公司进入世界一线运动品牌客户的供应链体系，产品品类进入主流运动包袋领域，为公司客户结构升级、补充优质订单具有重要意义。2019 年全年，印尼宝岛为公司贡献 2.7 亿元的营收，贡献了 B2B 整体营收的 20%左右。

收购前印尼宝岛的盈利能力欠佳，低于公司和其他 Nike 核心供应商。2017 年印尼工厂的毛利率为 24.28%，净利率为 6.23%。印尼工厂生产设备的工艺和技术落后于国内同行（包括开润）的水平。Nike 的其他核心供应商如申洲国际/南旋控股/鹰美国际/儒鸿同期的毛利率处于 20%~30%区间，净利率分别为在 10%~20%之间，均高于印尼宝岛；而公司同期的总体毛利率为 28%~29%，且产能利用率较高（近三年维持在 90%以上的水平）。未来，公司有望发挥人才与精益管理优势，提升印尼宝岛的毛利率。

表 7：同行业公司毛利率净利率水平比较

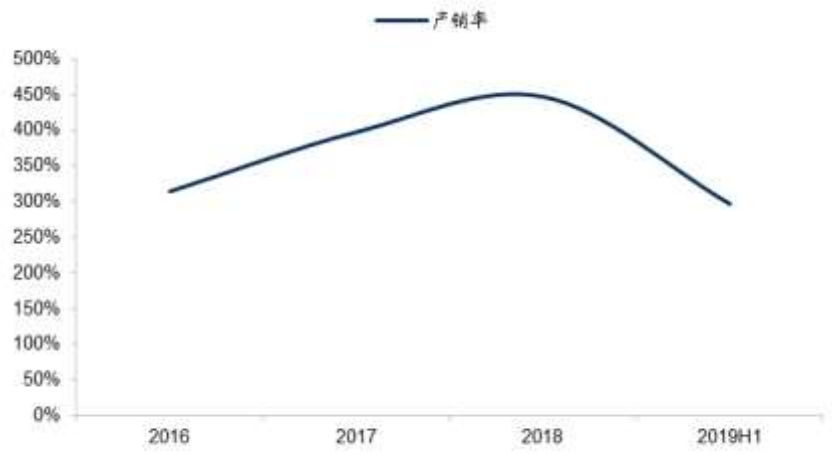
公司名称	2016 年		2017 年	
	毛利率	净利率	毛利率	净利率
印尼宝岛	36.55%	10.07%	24.28%	6.23%
开润股份	28.75%	10.45%	29.61%	12.20%
申洲国际（02313.HK）	32.51%	19.52%	31.36%	20.79%
南旋控股（01982.HK）	23.69%	11.73%	20.66%	9.49%
鹰美国际（02368.HK）	18.26%	8.83%	19.24%	10.90%
儒鸿（1476.TW）	28.58%	19.17%	27.51%	17.33%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和估算

2）投资建设滁州米润出行软包项目，解决产能紧缺，满足客户需求。2019 年，公司以可转债的形式投资 1.56 亿元建设滁州米润出行软包项目。此前，公司休闲包袋产品产能严重不足，较多采取外部直接采购，产销率在 300%-400%左右。此次募投项目的盈利能力较好，经过公司计算，项目达产后预计可以贡献营收 5.99 亿元的营业收入和净利润 0.58 亿元，项目的毛利率约为 30.14%，净利率约为 9.65%，IRR 为 22.76%。

项目建设前，公司的软包产能严重不足，近年来产销率约在 300%~450%。通过此项目，公司将能够更好的服务优质客户，提升生产自动化水平，加强快速反应，保障产品品质。

图 31：2016-2019H1 产销率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

3）扩建印尼箱包基地，有效强化盈利能力。 2020 年 4 月，开润发布定增计划，募集 2.93 亿元投资扩建印尼箱包生产基地，预计 2 年建成，建成后将贡献 9.33 亿元的年收入和 0.89 亿元的税后净利润，净利率为 9.55%，IRR 为 17.58%。此前公司收购印尼宝岛使得公司进入 Nike 等世界一线运动品牌客户供应链体系，为更好地扩展在 Nike 的订单份额，以及进一步争取其他龙头品牌客户的订单，公司进一步扩建，提升产品生产效率和产能，有望降低经营成本、提升盈利能力。

4）投资建设滁州米润时尚女包工厂，进一步扩展产品品类。2020 年 4 月，公司以定增股票的形式募集 1.52 亿元建设滁州时尚女包工厂项目，建设期为 2 年。建成后公司预计可贡献年销售收入 4.87 亿元，税后净利润 0.32 亿元，净利率为 6.6%， IRR 为 10.39%。公司的女包业务将由全资子公司东莞昱润负责。团队负责人拥有时尚品牌业务近 20 年的经历，行业资源丰富。并且业务拓展到女包品类意味着公司开始进军规模可观的女包市场。根据咨询机构的数据，2019 年全球手提包市场规模约为 661.12 亿美元，中国手提包市场规模约为 787.24 亿元人民币，时尚女包具备较大的市场空间。

2、 公司在新客户的采购份额上有较大提升空间。

公司通过收购印尼工厂拓展 Nike 客户，并以此为基础拓展新客户 VF。目前，公司在 Nike 和 VF 的份额还较小，但由于公司强大的研发能力和生产管理能力已受到客户认可，未来存量客户的采购份额方面有较大的增长空间。VF 公司为世界级品牌运营公司，包袋采购量在 Nike 的 2 倍左右，公司在未来会与 VF 进行长期合作，争取 VF 公司旗下更多品牌的供应商资质。在有 Nike、VF 等主流包袋领域龙头公司的背书之下，未来的客户拓展将会更加顺利。

图 32：Nike 与 VF 集团品牌比较

公司名	品类	FY2020收入（亿美元）	主要品牌
Nike	Footwear	233.05	Nike、Jordan、Converse
	Apparel	109.53	
	Equipment	12.80	
	Global Brand Divisions	0.30	
	Converse	18.46	
VF	Active	49.19	四大主力品牌有Vans、The North Face、Timberland、Dickies。其他知名品牌包括主打双肩包的JanSport和主打户外包的Eagle Creek等。
	Outdoor	46.44	
	Work	8.86	
	Other	0.39	

资料来源:Bloomberg，国信证券经济研究所整理

2C 业务市场环境良好，新零售渠道打造新国牌黄金时代

1、 中国箱包市场空间较大、品牌集中度较低，为孕育本土龙头品牌提供土壤。

根据咨询机构的预测，未来五年中国箱包市场实现 5.6%的年均复合增长率，到 2024 年中国市场规模将达到 435.1 亿美元，分别为美国/日本同期的 1.3/4.0 倍。在行业以较快的速度增长的同时，相比美国、日本市场，中国箱包市场的品牌集中度较低，为新品牌留下了充足的市场空间。

表 8：中美日三国箱包市占率前十公司

名次	中国		美国		日本	
	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率
1	Kering SA	4.9%	LVMH SA	10.2%	LVMH SA	17.8%
2	LVMH	4.6%	Tapestry Inc	9.7%	Kering SA	9.8%
3	Chanel SA	2.8%	Capri Holdings Ltd	9.1%	Hermès International SCA	6.2%
4	Tapestry Inc	2.1%	Kering SA	7.1%	Tapestry Inc	5.2%
5	Samsonite International SA	1.7%	Samsonite International SA	5.6%	Prada SpA	4.5%
6	adidas Group	1.6%	VF Corp	5.0%	Samsonite International SA	3.2%
7	VF Corp	1.1%	Nike Inc	2.1%	Samantha Thavasa Japan Ltd	1.7%
8	Capri Holdings Ltd	1.0%	Nine West Holdings Inc	1.8%	Chanel SA	1.7%
9	Prada SpA	0.9%	Hermès International SCA	1.7%	Capri Holdings Ltd	1.0%
10	Hermès International SCA	0.9%	Prada SpA	1.0%	Ace Co Ltd	0.9%

资料来源:Euromonitor、国信证券经济研究所整理

新秀丽公司旗下的品牌以休闲、商务包袋和旅行箱为主，与公司相似。我们参考新秀丽在中美日三国的市场占有率分别为 1.7%/5.6%/3.2%，对未来中国市场新龙头空间进行假设：

1）假设行业未来 5 年以 5.6%的年均复合增速增长，2024 年中国市场规模将达到 3048.2 亿元人民币，新晋龙头国牌在此期间达到 1%市场份额，则对应市场空间是 30.5 亿元，参考开润目前品牌业务规模，年均复合增速是

18.8%;

2）假设行业未来 5 年以 5.6%的年均复合增速增长，2024 年中国市场规模将达到 3048.2 亿元人民币，新晋龙头国牌在此期间达到新秀丽目前的市场份额（1.7%），对应市场空间是 51.8 亿元，如果参考开润目前品牌规模，年均复合增速是 32.1%;

3）假设行业未来 10 年以 4.4%的年均复合增速增长，2029 年中国市场规模将达到 3609.7 亿元人民币，新晋龙头国牌在此期间市占率达到 2.0%，对应市场空间是 72.2 亿元，如果参考开润目前的品牌规模，年均复合增速是 18.8%。

4）假设行业未来 10 年亿年均 4.4%的年均复合增速增长，2029 年中国市场规模将达到 3609.7 亿元人民币，新晋龙头国牌在此期间达到新秀丽目前在日本的市场份额（3.2%），对应市场空间是 115.5 亿元，如果参考开润目前的品牌规模，年均复合增速是 24.5%。

图 33：中国龙头箱包品牌市场空间假设及测算

项目	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
中国市场规模(亿人民币)	1912.4	2036.8	2172.5	2326.1	2483.3	2639.1	2787.7	2925.7	3048.2	3167.1	3287.4	3402.5	3504.5	3609.7
YoY	4.3%	6.5%	6.7%	7.1%	6.8%	6.3%	5.6%	4.9%	4.2%	3.9%	3.8%	3.5%	3.0%	3.0%
品牌规模1（假设5年后市占率1%）	2.3	5.0	10.3	12.9	15.3	18.2	21.6	25.7	30.5					
YoY		119.7%	103.7%	25.5%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%					
品牌规模2（假设5年后市占率1.7%）	2.3	5.0	10.3	12.9	17.0	22.5	29.7	39.2	51.8					
YoY		119.7%	103.7%	25.5%	32.1%	32.1%	32.1%	32.1%	32.1%					
品牌规模3（假设10年后市占率2%）	2.3	5.0	10.3	12.9	15.3	18.2	21.6	25.7	30.5	36.2	43.0	51.1	60.8	72.2
YoY		119.7%	103.7%	25.5%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%
品牌规模4（假设10年后市占率3.2%）	2.3	5.0	10.3	12.9	16.0	20.0	24.9	31.0	38.6	48.0	59.8	74.5	92.8	115.5
YoY		119.7%	103.7%	25.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%

资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理预测

2、 品牌定位中高端空白市场，产品力性价比突出。

我们在天猫上选取几大销量较高的品牌与“90 分”进行比较，可以看到 90 分的定价在国际品牌与国产品牌之间的空白位置。国际品牌方面，我们选取新秀丽/diplomat/美旅进行观察，价格带主要集中在 300~900/1200~1800 的高端位置；国产品牌方面，销量较高的有不莱/uldum，价格带主要集中在 300 元以下的低端市场。而“90 分”的价格段大部分集中在 300~600 元之间，略高于其他国产品牌而略低于国际品牌，主打在国际品牌和国牌中间相对空白的价格带，溶蚀也有在 1000 元以上的高端产品，价格带较普通国牌更宽，未来在盈利能力上也具有较好的开发空间。

图 34：2020 年 6 月“90 分”与可比品牌价格带分布

价格区间	自有品牌	国际品牌			国内品牌	
	90分	新秀丽	diplomat	美旅	不莱玫	uldum
0~299	18.17%	1.61%	3.36%	5.65%	68.45%	99.29%
300~599	70.53%	21.51%	35.98%	42.32%	31.55%	0.71%
600~899	4.80%	6.72%	49.14%	46.26%	0.00%	0.00%
900~1199	0.12%	10.76%	2.61%	3.01%	0.00%	0.00%
1200~1499	0.76%	26.62%	7.52%	1.93%	0.00%	0.00%
1500~1799	0.00%	4.93%	0.34%	0.49%	0.00%	0.00%
1800~2099	5.17%	12.66%	0.00%	0.19%	0.00%	0.00%
2100~2399	0.45%	2.30%	0.45%	0.15%	0.00%	0.00%
2400+	0.00%	12.90%	0.60%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：淘数据、国信证券经济研究所整理

图 35：2019 年 9 月“90 分”与可比品牌价格带分布

价格区间	自有品牌	国际品牌			国内品牌	
	90分	新秀丽	diplomat	美旅	不菜玫	uldum
0~299	8.33%	0.57%	1.29%	4.36%	26.65%	100.00%
300~599	85.21%	14.27%	28.07%	44.78%	71.28%	0.00%
600~899	0.80%	4.76%	41.33%	43.97%	2.08%	0.00%
900~1199	3.00%	2.68%	21.92%	3.21%	0.00%	0.00%
1200~1499	0.07%	11.43%	0.21%	1.96%	0.00%	0.00%
1500~1799	0.00%	40.38%	6.58%	0.94%	0.00%	0.00%
1800~2099	0.00%	6.06%	0.39%	0.63%	0.00%	0.00%
2100~2399	0.00%	4.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2400+	2.59%	14.86%	0.22%	0.15%	0.00%	0.00%

资料来源：:淘数据，国信证券经济研究所整理

“90 分”中端和高端产品线均具有领先的性价比。产品方面，公司加大研发力度，兼具符合年轻人的审美与实用需求，并持续创新，赋予产品智能与科技的属性，根据市场节奏对产品进行有序迭代和补充，比如目前已针对疫情上架抑菌旅行箱；公司高效的供应链也能更好地促进产品优势的发挥，公司的产品质量高、成本低、交货期短、灵活性强，为产品力的发挥提供了良好的基础。我们将“90”分产品与其他产品进行比较，以 600 元为分水岭，分价格段来看：

1） 相较于同样品牌 600 元以下的旅行箱，“90 分”的最畅销单品性价比明显较高。比较“90 分”与其他品牌最畅销的单品，可以看出：在相同价位的产品中，“90 分”在原材料、配件、性能和外观设计上更胜一筹，应用场景也更为广泛；而相较于更为低价的畅销单品，“90 分”的商品在价格略高的情况之下，在箱体原材料、配件、性能和销售政策上明显好于 uldum 等国产线上品牌的商品。在材质、性能和外观相仿的条件下，“90 分”畅销单品的销售均价低于美旅畅销单品约 44 元。由此看来，“90 分”品牌 600 元以下的旅行箱在性价比和产品力方面具有较大的竞争优势。

图 36：600 元以下旅行箱最畅销单品比较

	90分	不莱玫	uldum	美旅
均价	382	376	212	420
箱体材料	德国科思创PC	德国MAKROLON纯PC	PC+ABS	PC+ABS
空箱重量（20寸）	3.2kg	2.9kg	约4kg	2.86kg
拉杆	航空级材料拉杆	全铝拉杆	铝合金	外铁内铝材质
轮子	TPE减震万向轮	TPE万向轮	万向轮	360度万向轮
锁	TSA密码锁	TSA密码锁	卡扣密码锁	TSA密码锁
应用场景	通用	女士出行	通用	通用
销售政策	全国包邮极速发货，7天无理由退货并赠送运费险，15天质量问题免费换货，365天保修。	全国包邮，7天无理由退换，180天配件保修，1年托运损坏免费换新。	30天无理由退换货，3年全球质保运输破损包换。	

资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

2）在较为高端（600 元以上）的产品线方面，“90 分”的高端产品虽然目前占比较少但是性价比领先，有较大的发展空间。比较“90 分”品牌与其他国际品牌较为高端的产品线，可以看出“90 分”的商品在原材料和性能相差无几的情况下，价格低于国际品牌的相似商品 200~900 元。

图 37：600 元以上旅行箱畅销单品比较

	90分	新秀丽	美旅	diplomat
均价	718	1680	1078	958
箱体材料	德国科思创材料	PC	PP	ABS+PC
中框/拉链	专利跑车级ABS中框	防爆拉链	防爆拉链	铝框
拉杆	航空级别铝合金	航空级别铝合金	铝制拉杆	双杆拉杆
轮子	360度轻音万向轮	360度减震万向轮	360度万向轮	万向轮
锁	一键快速开锁	TSA密码锁	TSA密码锁	TSA密码锁
应用场景	通用	通用	通用	通用
销售政策	VIP终身质保	3年有限保修	全球联保3年+线下维护	保修3年

资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

3、 消费者心智成熟，对于国产品牌的好感度有所提升，为国产品牌的成长提

供良好的环境。根据环球舆情调查中心的数据，2018 年超过 84%的中国消费者对国产品牌的好感度有所提升；根据中国潮流消费发展白皮书，75.8%的受访者表示，在 2018 年增加了对国产品牌的消费，比 2017 年上升 1.5%，比 2016 年上升 14.8%。消费者对国产品牌接受程度的不断提高，将为本土龙头箱包品牌的提供良好的客户基础和大环境。

图 38：2018 年中国消费者对国产品牌好感度提升

资料来源：环球网，国信证券经济研究所整理

图 39：2016-2018 年国产品牌消费变化

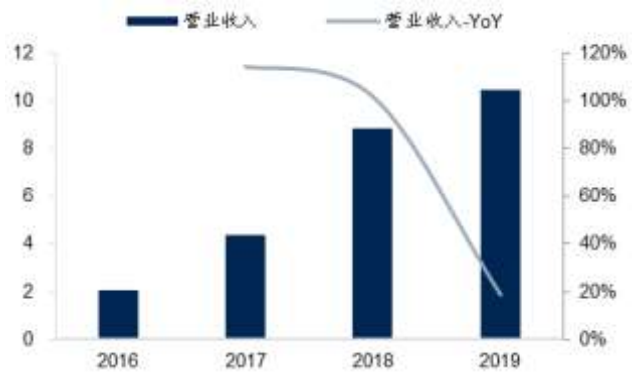
资料来源：中国潮流消费发展白皮书，国信证券经济研究所整理

4、“小米生态链+多元化新零售布局”，快速触及年轻消费群体。

公司的 B2C 业务可以分为小米渠道和非米渠道。近年来，公司与各个渠道的深度合作，包括与主流电商平台和社交化电商渠道的合作，以及与小米线下体验店、团购、KA、百货等其他渠道的合作，实现了小米渠道的稳步增长和非米渠道的快速增长。

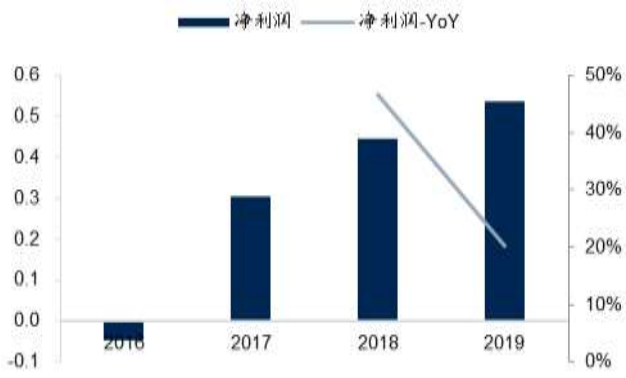
公司在小米渠道的精细化运营可以从重点子公司——上海润米业绩的快速增长看出。上海润米是开润与小米成立的合资公司，主要负责“90 分”和“小米”两个品牌在 B2C 小米渠道与非米渠道的业务。2019 年，上海润米的营业收入达到 10.48 亿元的规模，占公司总营收的 38.89%，上市以来上海润米的营业收入规模 CAGR 为 50.51%。此外，公司近年来对上海润米的持股比例不断上升。截至目前，开润持有上海润米股份的 76.93%，其余股份归小米所有。上海润米的快速增长以及公司对于上海润米的不断增持不仅对公司的盈利能力有积极作用，而且体现出公司对小米渠道长期发展空间的信心。

图 40：2016-2019 年上海润米营业收入与增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 41：2016-2019 年上海润米净利润与增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

非米渠道是公司直面消费者的窗口，近年来得益于多元化的渠道得到了迅速的增长，2019 年的增幅在 50%左右。营销方面，公司深化了与主流电商（天猫、

京东、小米）以及垂直平台的合作，还拓展了团购、KA（重点客户）、百货等其他线下渠道。

“小米+非米”的新零售渠道不仅帮助品牌快速接触年轻消费群体，更使得公司相比传统国际龙头品牌拥有更大的性价比优势。相较于龙头品牌新秀丽，公司的新零售模式使得“90 分”在渠道费用上有较大的节省。从利润表结构来看，开润的产品成本占比较高，而新秀丽的费用占比较高。开润的净利润率约为 9.7%，比新秀丽多出 3.2%；费用等占比 18.1%，比新秀丽少 31.4%；成本占比 72.2%，比新秀丽多出 28.2%。可以看出，目前开润的产品性价比较高，而在利润水平方面也有较大的提升空间。

表 9：同行业箱包品牌定位比较

品牌	产品定位	价格带	毛利率	销售模式
小米	大众	199~999 元	约 23%	主要为线上直营模式
90 分	大众	269~2699 元	约 25%	主要为线上直营模式
新秀丽	高端	600~6000 元	约 56%	约 62%批发+38%直营

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和估算

图 42：开润与新秀丽成本费用利润结构（2017-2019 平均数据）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

5、拓展健身器材新业务，具有较好的发展前景。公司健身器材业务拥有优质稳定的合作伙伴小米，以及健身器材市场增速较快。具体来看：

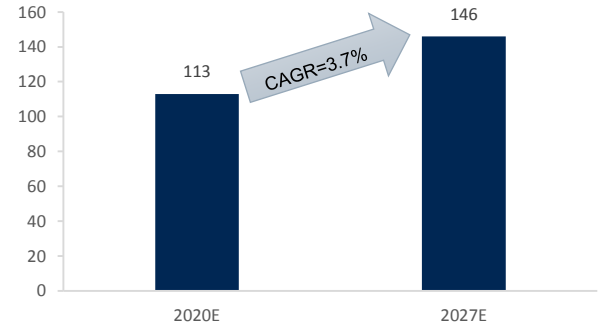
1) 公司与小米已有多年的合作，目前是小米在健身器材方向上的核心合作伙伴。公司的不可替代性较强，这主要是由于公司的供应链负责人曾有在迪卡侬的就职经历，对运动器材和 IT 产品的供应链都有丰富的运营经验。新推出的走步机产品已取得良好的市场反响，2020 年 6 月在小米众筹上推出了定价为 999 元的走步机产品，获得了 2.5 万人次参与和 1.1 万人的全款支持，共获得众筹金额 1034 万元。

图 43：公司走步机众筹结果

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所整理

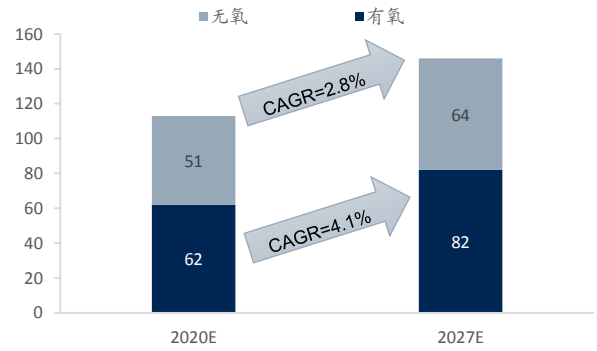
2) 健身器材是一个快速发展的细分市场，中国市场更具潜力。疫情后，“宅”家运动迅速普及，家庭健身器材销售火爆。京东大数据显示，今年春节期间，平台上跳绳成交额同比增长 56%，哑铃同比增长 60%，拉力器同比增长 109%，划船机同比增长 134%，自营瑜伽垫同比增长高达 150%。根据 Research and Markets 的报告，考虑疫情对消费者健身习惯的影响，全球健身器材市场在 2020 年将预计达到 113 亿美元的规模，并在未来七年内维持 3.7%的年均复合增速，其中有氧健身器材的增速将快于无氧健身器材的增速。预计 2020 年中国健身器材市场的规模为 20 亿美元，在未来七年内维持 6.7%的年均复合增速，预计在 2027 年将达到 31 亿美元的规模。

图 44：2020E~2027E 全球健身器材市场（亿美元）



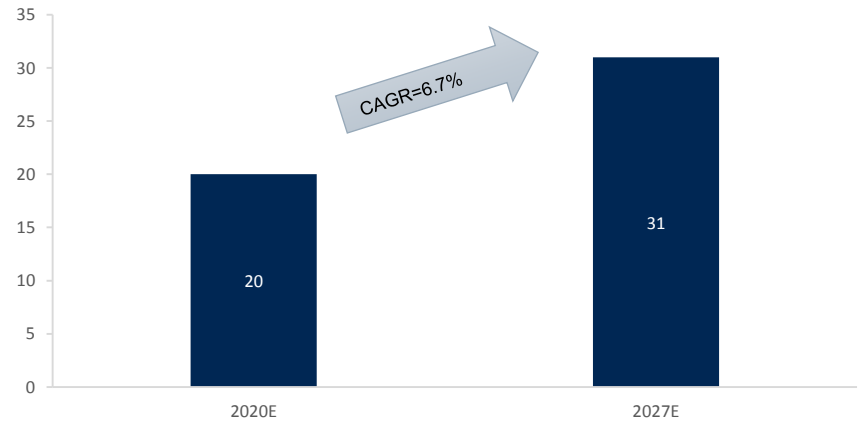
资料来源：Research and Markets、国信证券经济研究所整理

图 45：2020E~2027E 全球健身器材市场（亿美元）



资料来源：Research and Markets、国信证券经济研究所整理

图 46：2020E~2027E 全球健身器材市场（亿美元）



资料来源：Research and Markets、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

1）收入方面，由于公司在 2020 年受到疫情影响，预计收入小幅正增长，其中制造业务地单位数下滑，品牌业务高单位数增长；展望 21~22 年，公司受益产能扩张和品牌孵化，预计制造业务和品牌业务分部取得 25%~30%和 20%~25%左右的复合增长，促使整体收入在 25%左右的复合增长；

2）毛利率方面，公司 B2B 业务客户资源优质、设计研发能力较强，但 2020 年预计海外客户订单将受到疫情影响，短期内有小幅的下降；在 2021 年及以后，随着疫情受控、产能投产效率提升，毛利率将会出现小幅回升，预计在未来三年的毛利率在 31%~32%之间；B2C 业务由于毛利较高的非米渠道占比逐渐提升，假设未来三年的毛利率在 22%~26%之间；其他业务占比较少，预计毛利率在 27%左右，与往年持平；

3）费用支出方面，由于疫情期间由于收入受到一定影响所以费用占收入比重将持平或上升，中期来看随着公司的规模增长和经营效率的改善，费用占比会在一定程度上有所下降。

4）所得税方面，由于公司的多家重要子公司，如上海润米/香港珂润/Formosa Bag 受到 15%~17%不等的税收优惠政策，假设未来三年的所得税率保持在 16%左右。

表 10：盈利预测的主要假设

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）					
B2B 营收	882.45	1280.00	1241.60	1614.08	2049.88
YoY	34.64%	45.05%	-3.00%	30.00%	27.00%
占比	43.09%	47.50%	44.56%	45.43%	46.75%
B2C 营收	1025.56	1330.00	1449.70	1820.11	2192.69
YoY	103.74%	29.68%	9.00%	25.55%	20.47%
占比	50.07%	49.35%	52.03%	51.23%	50.00%
其他营收	140.06	84.82	95.00	118.75	142.50
YoY	3740.00%	-39.44%	12.00%	25.00%	20.00%
占比	6.84%	3.15%	3.41%	3.34%	3.25%
合计营收	**2048.07**	**2694.82**	**2786.30**	**3552.93**	**4385.07**
YoY	**76.19%**	**31.58%**	**3.39%**	**27.51%**	**23.42%**
毛利率					
B2B	33.24%	32.57%	30.57%	31.80%	31.32%
B2C	22.50%	24.50%	24.56%	24.86%	25.17%
其他	5.79%	6.77%	27.00%	27.00%	27.00%
合计	25.98%	27.77%	27.32%	28.08%	28.11%
费用率					
销售费用	9.27%	9.55%	9.95%	9.45%	9.36%
管理费用	4.07%	4.66%	4.62%	4.57%	4.53%
研发费用	2.55%	2.90%	2.87%	2.84%	2.82%
财务费用	-0.25%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
资产减值	0.35%	-0.23%	-0.23%	-0.23%	-0.23%
其他					
营业利润率	10.47%	10.47%	10.47%	10.47%	10.47%
所得税率	15.42%	16.24%	15.83%	15.83%	15.83%
净利润					
净利润	**184.39**	**236.99**	**230.16**	**333.65**	**418.89**
YoY	**30.00%**	**28.53%**	**-2.88%**	**44.96%**	**25.55%**
净利率	**8.48%**	**8.39%**	**8.09%**	**9.22%**	**9.38%**

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所预测

盈利预测情景分析

我们采取乐观、中性、悲观三种情景，对公司的业绩进行测算，具体结果见下表所示。

表 11：盈利预测情景分析

情景分析	2019	2020E	2021E	2022E
乐观预测				
营业收入(百万元)	2,695	2,789	3,579	4,443
(+/-%)	31.6%	3.5%	28.3%	24.1%
净利润(百万元)	226	287	407	509
(+/-%)	30.1%	27.0%	41.9%	25.0%
摊薄 EPS	1.0	1.3	1.9	2.3
中性预测				
营业收入(百万元)	2,695	2,786	3,553	4,385
(+/-%)	31.6%	3.4%	27.5%	23.4%
净利润(百万元)	226	209	306	381
(+/-%)	30.1%	-7.4%	46.0%	24.8%
摊薄 EPS(元)	1.04	0.96	1.41	1.75
悲观预测				
营业收入(百万元)	2,695	2,782	3,509	4,290
(+/-%)	31.6%	3.2%	26.1%	22.3%
净利润(百万元)	226	122	192	238
(+/-%)	30.1%	-45.9%	56.7%	24.0%
摊薄 EPS	1.0	0.6	0.9	1.1
总股本（百万股）	217	217	217	217

资料来源:公司资料，国信证券经济研究所整理预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 38-39.4 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断:

1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险;

2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.9%、风险溢价 7.1%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险;

3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险;

4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2019 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 27~28 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

1、宏观经济风险：公司所处行业与宏观经济相关性较高，在本次受到疫情的冲击。现在虽然国内疫情已经得到控制，但是如果海外疫情持续扩散在中期内影响海外宏观经济（主要是消费），公司的海外客户可能存在订单减少的风险，会使得公司的 2B 业务收入不及预期，进而影响公司的营业收入增长。

2、经营风险：公司的 2B 业务近期进行了较多的产能扩张，现由于疫情原因工

厂的建设暂缓，可能造成建设期的延长，使得扩产项目的收益率达不到预期，从而影响 2B 业务的增长率。

3、市场风险：中国箱包市场处于快速成长期，未来行业之间的品牌竞争可能加大，所以公司的 2C 业务（包括自有品牌和小米旅行箱）可能存在收入不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	417	458	535	695
应收款项	427	441	562	694
存货净额	541	565	712	877
其他流动资产	77	79	101	125
流动资产合计	**1481**	**1564**	**1930**	**2411**
固定资产	205	226	334	422
无形资产及其他	46	44	43	41
投资性房地产	209	209	209	209
长期股权投资	28	28	28	28
资产总计	**1970**	**2071**	**2543**	**3110**
短期借款及交易性金融负债	108	20	0	0
应付款项	734	767	966	1190
其他流动负债	212	201	252	310
流动负债合计	**1054**	**988**	**1218**	**1500**
长期借款及应付债券	2	2	2	2
其他长期负债	14	14	14	14
长期负债合计	**16**	**16**	**15**	**16**
负债合计	**1070**	**1004**	**1233**	**1515**
少数股东权益	66	76	90	108
股东权益	834	991	1220	1487
负债和股东权益总计	**1970**	**2071**	**2543**	**3110**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.04	0.96	1.41	1.75
每股红利	0.22	0.24	0.35	0.53
每股净资产	3.84	4.56	5.61	6.84
ROIC	35%	20%	26%	29%
ROE	27%	21%	25%	26%
毛利率	28%	27%	27%	27%
EBIT Margin	13%	9%	10%	10%
EBITDA Margin	14%	10%	11%	11%
收入增长	32%	3%	28%	23%
净利润增长率	30%	-7%	46%	25%
资产负债率	58%	52%	52%	52%
息率	0.7%	0.8%	1.1%	1.7%
P/E	30.3	32.7	22.4	18.0
P/B	8.2	6.9	5.6	4.6
EV/EBITDA	21.5	29.2	20.4	16.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2695**	**2786**	**3553**	**4385**
营业成本	1946	2044	2579	3181
营业税金及附加	14	14	18	21
销售费用	257	277	336	410
管理费用	125	211	265	324
财务费用	1	(8)	(12)	(15)
投资收益	4	4	4	4
资产减值及公允价值变动	6	6	6	6
其他收入	(80)	4	5	6
营业利润	282	262	382	479
营业外净收支	1	2	3	4
利润总额	**283**	**265**	**385**	**483**
所得税费用	46	42	61	76
少数股东损益	11	13	18	25
归属于母公司净利润	**226**	**209**	**306**	**381**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	226	209	306	381
资产减值准备	6	169	69	76
折旧摊销	16	29	41	53
公允价值变动损失	(6)	(6)	(6)	(6)
财务费用	1	(8)	(12)	(15)
营运资本变动	85	150	29	38
其它	2	(159)	(55)	(58)
经营活动现金流	**329**	**392**	**383**	**484**
资本开支	(131)	(210)	(210)	(210)
其它投资现金流	(20)	0	0	0
投资活动现金流	**(166)**	**(210)**	**(210)**	**(210)**
权益性融资	13	0	0	0
负债净变化	2	0	0	0
支付股利、利息	(47)	(52)	(76)	(114)
其它融资现金流	**92**	**(88)**	**(20)**	**0**
融资活动现金流	13	(140)	(96)	(114)
现金净变动	177	42	77	159
货币资金的期初余额	240	417	458	535
货币资金的期末余额	417	458	535	695
企业自由现金流	265	171	159	258
权益自由现金流	358	90	149	271

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。